

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 欧州経済見通し～ 景気減速下で強まるインフレ圧力 ～

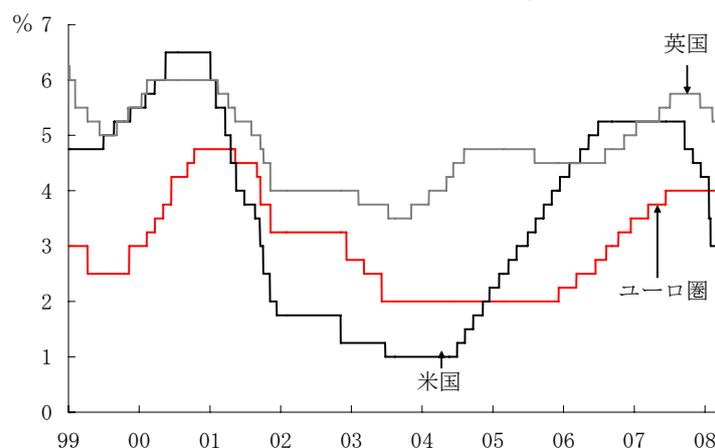
### < ユーロ圏：2008年1.7%、2009年1.9% >

- ・ ユーロ圏経済は、世界景気の減速による輸出と設備投資の鈍化、個人消費の伸び悩みで2008年は1.7%成長に減速、2009年の回復も緩慢で、成長率は1.9%となろう。
- ・ 原油高によるインフレ圧力は10～12月期の緩和が期待されるが、通年のCPI上昇率は2.7%とユーロ導入以来の高水準となり、2009年も2%台の推移が続こう。
- ・ ECBの利下げ転換の時期は、国際商品の騰勢緩和と景気減速による内生的インフレ圧力の沈静化を確認できる7～9月期以降となろう。リスク・シナリオとしては、景気減速とインフレの同時進行で身動きのとれない状態の長期化が想定される。

### < イギリス：2008年1.9%、2009年2.2% >

- ・ イギリス経済は、過去の利上げと金融不安、欧米の景気減速の影響で減速している。2008年の成長率は長期平均を下回る1.9%に低下、2009年の回復も緩やかに留まろう。
- ・ BOEは、インフレへの警戒感から連続利下げ、大幅利下げには慎重な立場を採っている。追加利下げは5月と7～9月期の年内2回となろう。

金融不安、景気減速、インフレ懸念は共通するが、ウェイトの置き方には差  
～ECB、BOE、FRBの政策金利～



(資料) FRB、ECB、BOE

主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## ＜ 欧州経済見通し ～ 景気減速下で強まるインフレ圧力 ～ ＞

### ● 概要

#### ＜ ユーロ圏 ＞

- ・ユーロ圏経済は、世界景気の減速による輸出と設備投資の鈍化、個人消費の伸び悩みで2008年は1.7%成長に減速、2009年の回復も緩慢で、成長率は1.9%となろう。
- ・原油高によるインフレ圧力は10～12月期の緩和が期待されるが、通年のCPI上昇率は2.7%とユーロ導入以来の高水準となり、2009年も2%台の推移が続こう。
- ・ECBの利下げ転換の時期は、国際商品の騰勢緩和と景気減速による内生的インフレ圧力の沈静化を確認できる7～9月期以降となろう。リスク・シナリオとしては、景気減速とインフレの同時進行で身動きのとれない状態の長期化が想定される。

ユーロ圏：経済見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009年			
		(予)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.6	1.7	1.9	2.7	2.2	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7	1.8	1.5	1.6
	前期比年率%	2.6	1.7	1.9	3.0	1.5	1.3	1.4	1.7	1.9	1.9	2.1	2.2	2.3
内需	前年比寄与度	2.2	1.3	1.9	2.1	1.9	1.2	1.5	1.1	1.5	1.2	1.5	1.1	1.5
	民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.2	1.8	1.6	1.1	1.4	1.1	1.0	1.4	1.1	1.0	1.5
固定資本形成	"	4.8	2.3	2.4	4.5	3.7	2.4	2.8	2.1	2.0	2.4	2.8	2.1	2.0
外需	前年比寄与度	0.4	0.3	0.1	0.5	0.3	0.5	0.3	0.4	0.0	0.5	0.3	0.4	0.0
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	2.7	2.1	1.9	2.9	3.2	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1	2.2	2.0
失業率	平均、%	7.4	7.2	7.1	7.3	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1	7.1	7.1
ECB市場介入金利	期末、%	4.00	3.50	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
10年国債利回り	平均、%	4.2	4.0	4.2	4.3	4.2	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2
対ドル為替相場	平均、ドル	1.37	1.46	1.43	1.38	1.45	1.49	1.47	1.45	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
対円為替相場	平均、円	161	151	150	162	164	158	150	148	146	150	150	150	150

#### ＜ イギリス ＞

- ・イギリス経済は、過去の利上げと金融不安、欧米の景気減速の影響で減速している。2008年の成長率は長期平均を下回る1.9%に低下、2009年の回復も緩やかに留まろう。
- ・BOEは、インフレへの警戒感から連続利下げ、大幅利下げには慎重な立場を採っている。追加利下げは5月と7～9月期の年内2回となろう。

イギリス：経済見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009年			
		(予)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	3.1	1.9	2.1	3.3	2.9	2.4	1.9	1.7	1.6	1.9	2.1	2.2	2.3
	前期比年率%	3.1	1.9	2.1	3.0	2.3	1.1	1.4	1.9	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
内需	前年比寄与度%	3.7	1.8	2.4	4.1	3.5	2.8	2.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.4	2.6
	民間最終消費支出	前年比%	3.1	1.7	2.3	3.6	2.7	2.1	1.7	1.3	1.7	2.0	2.3	2.5
固定資本形成	"	5.0	2.1	2.9	4.8	0.9	1.0	2.7	1.7	2.9	2.7	2.8	3.0	3.1
外需	前年比寄与度%	▲0.6	0.1	▲0.3	▲0.8	▲0.6	▲0.4	▲0.7	0.0	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.3
消費者物価(CPI)	"	2.3	2.5	2.1	1.8	2.1	2.4	2.8	2.6	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0
失業率	平均、%	2.7	2.6	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7
イングランド銀行レボ金利	期末、%	5.50	4.75	5.00	5.75	5.50	5.25	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00

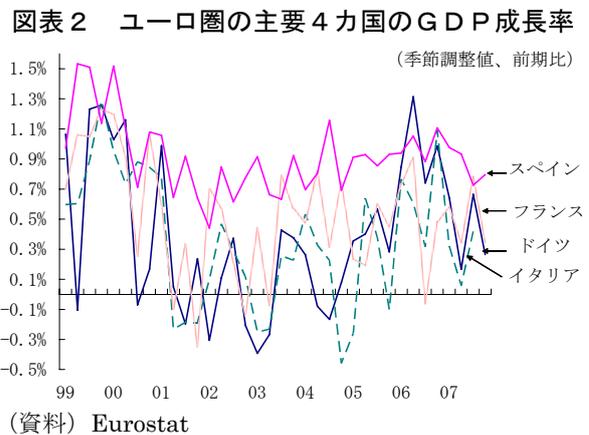
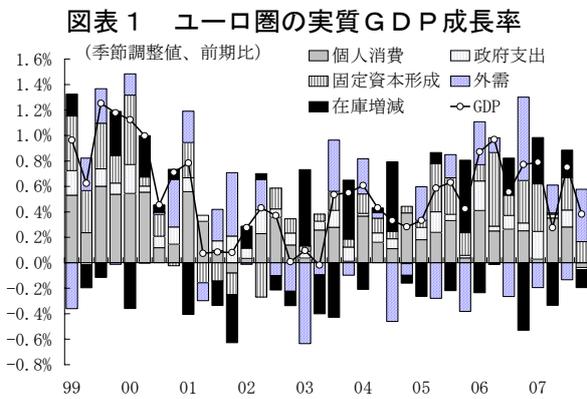
## 1. ユーロ圏

### ●景気は減速しながらも、失速は回避

( 10~12月期の成長は鈍化、内容面では投資の底堅さが唯一の明るい材料 )

ユーロ圏の10~12月期の成長率は前期比0.4%で7~9月期の同0.8%から鈍化した。成長への寄与は、外需が最も大きい。輸出の伸びは鈍化、輸入が減少したことで寄与度が拡大するという後ろ向きの内容であった。個人消費は、年後半のインフレ加速も影響し、前期比マイナス0.1%と期待を下回り、2005年以降の成長加速を牽引してきた固定資本形成が、前期比0.8%と高い伸びを保った点が唯一の明るい材料であった(図表1)。

国別に見ると、ドイツとフランスがともに前期比0.3%と7~9月期の同0.7%、同0.8%から鈍化する一方、住宅ブームの沈静化で成長鈍化が続いたスペインが同0.8%と4期振りに前期を上回る成長となった(図表3)。



( ユーロ圏全体ではこれまでのところ失速は回避 )

直近の指標は、基調としては減速しているが、一進一退となっており、成長鈍化のペースが緩やかであることを示している。

鉱工業生産は、11月は前月比マイナス0.6%、12月は前月比横這いとなったが、1月は同0.9%と比較的大きく反発した。

GDPと連動性が高いPMI(購買担当者指数)は、製造業が1月の52.8から2月は52.3へと低下したが、1月に50.6まで下げていたサービス業は52.3に反転した。サービス業と製造業を合わせた合成PMIも1月の51.8に対し2月は52.8となっており、拡大と縮小の分かれ目となる50を上回る水準で持ちこたえている。

企業サーベイでも、現状判断、見通しともに悪化のペースは鈍っている。景気の先行きは鈍化、不透明感も強いが、急ブレーキが掛かると想定される状況にはない。現状判断を示す指数では、製造業、建設業、卸小売業の7000社を対象とし、生産との連動性が高いとされるドイツのIfo指数が、2月に小売業の反発で持ち直した。市場関係者を対象とするため金融不安の影響で大きく悪化していたZEWも高めの水準を保った(図表3)。半年先の見通しを聞いた期待指数の

場合、I f o 指数は 2007 年半ばから秋口にかけての大幅な悪化後、下げ渋っている。Z E W 指数は、統計開始以来の水準まで下げたが、今年 1 月を底に 2 カ月連続で回復（図表 4）、2007 年初の付加価値税導入前以上に広がっていた現状判断と見通し指数の乖離も幾分縮小した。先行きの景気減速が、期待指数が織り込んでいたものよりは軽微になる可能性を示唆するものと考えられよう。

図表 3 I f o 企業景況感指数と Z E W 指数  
(現状判断)



(資料) I f o、Z E W

図表 4 I f o 企業景況感見通し指数と Z E W 指数  
(半年先の見通し)



(資料) I f o、Z E W

( 個人消費の回復はインフレとマインドの悪化で阻害されるおそれ )

景気後退のリスクが強まる米国に対し、ユーロ圏については、今のところ、減速はしても、後退までは予測されていない。I Tバブル崩壊後と異なり、過剰設備や過剰雇用からの調整圧力は大きくはなく、雇用・所得の伸びに支えられた個人消費の拡大で、ある程度の自律的な成長が維持できると見られているからである。

ただ、企業部門に対しては、外部環境の展開次第で、調整圧力が強まるおそれがあり、自律的な成長のシナリオにも、個人消費が期待通り拡大しないリスクがある点に注意が必要だ。景気と雇用の先行きの不透明感は強く、エネルギー・食品価格の上昇が、実質可処分所得にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。欧州委員会の消費者信頼感調査では、家計部門で経済と雇用の見通しが悪化、インフレへの警戒感が強まっており、消費者信頼感指数によって示されるマインドは昨年半ば以降、急低下している（図表 5）。欧州委員会の調査でも、企業の景況感は I f o や Z E W と同じように、悪化してはいるが、90 年以降の長期平均を上回っている。これに対し、消費者信頼感指数は、今年に入って 2 カ月連続で長期平均のマイナス 11 を下回るようになっており、雇用・所得の伸びにも関わらず、消費が伸び悩むリスクは軽視できない状況にある（図表 6）。

## ●続く E C B のインフレ警戒

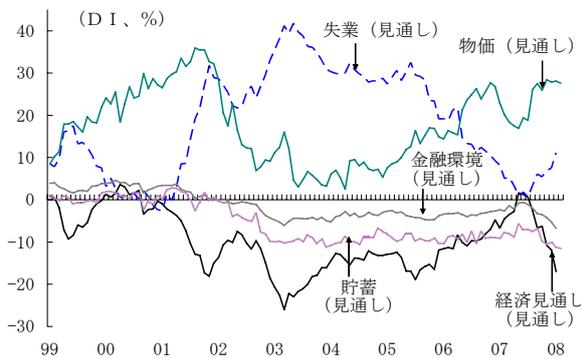
( インフレ率は原油・食品価格の押し上げで 3.2% まで上振れ )

景気減速の一方で、ユーロ圏の消費者物価上昇率（以下、C P I）は、原油と食品価格の押し上げで前年同月比 3.2%（2 月速報値）まで上昇している（図表 7）。欧州中央銀行（以下、E C

B) は、景気の先行きの不透明感は「異例の高さにある」としながらも、現段階ではインフレ・リスクへの警戒を解くこともできず、政策金利の据え置きを余儀なくされている。

足もとの問題の1つは、直接的に物価を押し上げている原油や食品などの国際商品価格が、新興国の旺盛な需要と世界的な過剰流動性を背景に高値を更新していることにある。このため「2%以下でその近辺」というECBが定義する物価安定の範囲からの上振れ期間が長引いており、賃金設定や価格転嫁を通じた二次的影響をもたらすリスクは高まっている。

図表5 ユーロ圏の消費者信頼感指数  
(構成項目の動き)



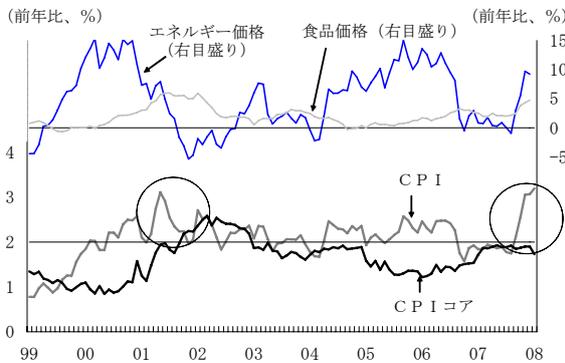
(資料) 欧州委員会

図表6 ユーロ圏企業景況感指数と  
消費者信頼感指数



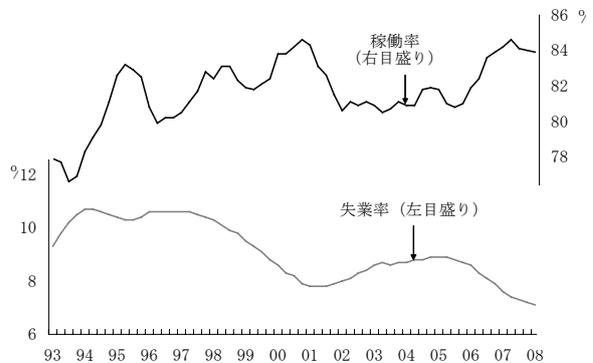
(資料) 欧州委員会

図表7 ユーロ圏のインフレ率



(資料) Eurostat

図表8 ユーロ圏の稼働率と失業率



(資料) 欧州委員会、Eurostat

( ユーロ圏全体では高稼働率・低失業率が続く )

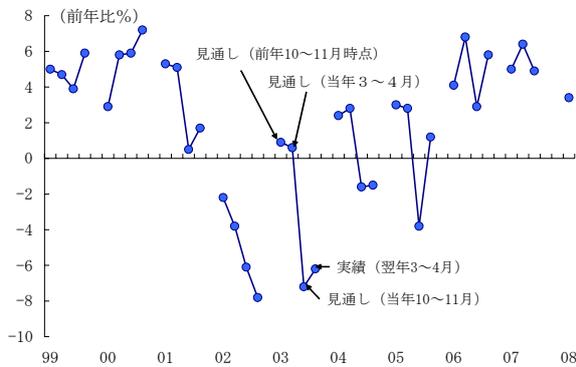
高稼働率・低失業率という環境で、価格転嫁、賃金引上げを通じた二次的影響のリスクも高まっている。ユーロ圏の設備稼働率は、2007年の4～6月期のピーク比では低下しているが、足もとも83.9%とITブーム期以来の高水準が続いており、1月の失業率は7.1%と、93年の現行統計開始以来の低水準にある(図表8)。ユーロ圏の雇用、労働コストの統計は四半期に一度の公表で、10～12月期の実績も未公表(労働コストは3月14日、雇用は17日公表予定)だが、全体では強さを保っていると考えて良いだろう。企業の設備投資への意欲は、過去2年間ほどの強さはないものの、拡大が計画されており(図表9)、雇用意欲も低下はしているが、急激に萎

縮している訳ではない（図表10）。

こうした中、ユーロ圏最大の経済であるドイツの賃金交渉は、例年よりも賃上げが要求され、高めの水準で妥結する流れとなっている（注1）。家計のインフレ期待の高まりや、製造業における価格転嫁意欲の強まりも、ECBのインフレ警戒の背景である（図表11）。

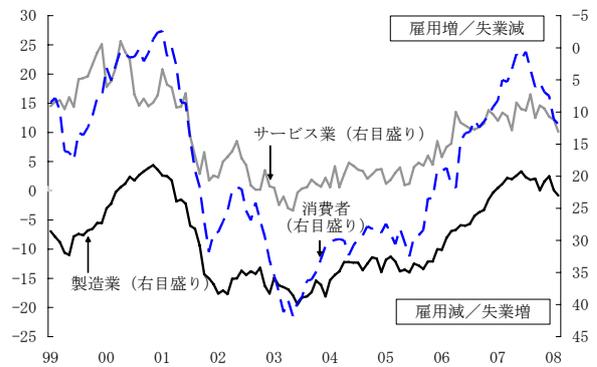
（注1） I Gメタルの鉄鋼部門の賃金交渉は、15年ぶりとなる5.2%の引上げで妥結、鉄道運転士労組は11%で妥結した。8%の賃上げを要求、警告ストライキを実施したドイツ統一サービス産業労組（ベルデイ）の賃金交渉は、3月末を目処に労使双方が指名した調停人による調停手続きを進めている。その他の主要部門では、化学産業が4月初め、I Gメタルの他部門は今秋、賃金交渉を予定している。

図表9 設備投資調査



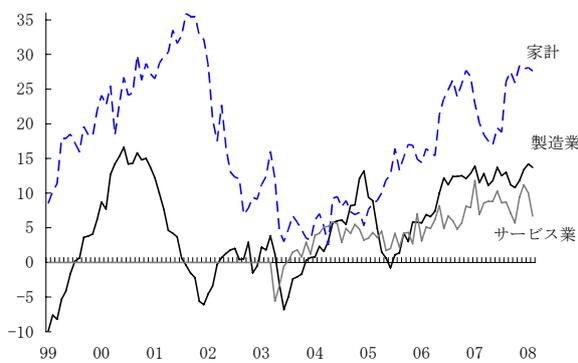
（資料） 欧州委員会

図表10 家計・企業の雇用意欲



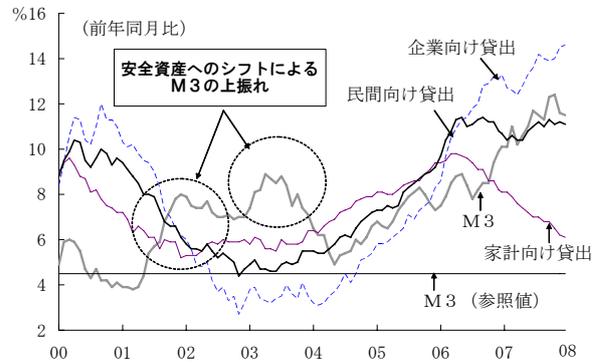
（資料） 欧州委員会

図表11 家計・企業の物価見通し



（資料） 欧州委員会

図表12 ユーロ圏のM3と貸出



（資料） ECB

（流動性指標の高い伸びも続く）

米国のサブプライム問題は、米国景気の減速を通じた影響ばかりでなく、欧州の金融市場と金融機関の収益にも大きな影響を及ぼし続けている。サブプライム関連の損失は、米国の住宅市場、金融市場の動向次第で、さらに拡大するおそれがあり、金融機関の貸出余力の低下が景気を下押しするリスクへの警戒は強い。ECBが四半期に一度行っている「銀行貸出サーベイ」調査でも銀行の貸出スタンスの厳格化の方向ははっきりと表れている。

それでも、これまでのところ、ECBが中期的な観点からのインフレ圧力を判断する指標とし

て重視しているマネー・サプライや貸出の伸びはむしろ加速している（図表12）。金融不安の拡大というリスクと同時に、過剰流動性への警戒を解けないことも、ECBが容易には利下げ転換できない理由である。

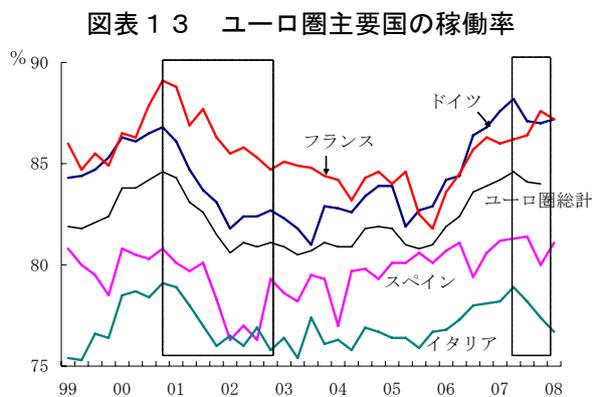
## ●拡大する域内のばらつき

（ 緩やかな減速の背景にある国ごと・業種ごとにばらつき ）

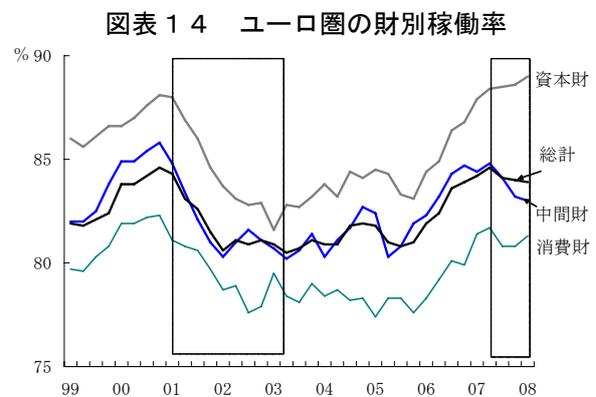
これまでのところ、ユーロ圏全体で見た景気減速が緩やかに留まっているのは、調整のスピードだけでなく、方向性にも、国ごと・業種ごとにばらつきがあることが一因と考えられよう。

ユーロ圏内に見られるばらつきは、2005年12月～2007年6月までのECBの利上げ効果、パリバ・ショック後の金融不安の広がり、ユーロ相場や原油など国際商品の高値更新、米国の景気失速などの影響の度合いが、異なることが理由であろう。緩急の差はあっても、減速の方向で一致していたITバブル崩壊後との違いである。

高い設備稼働率は、ドイツ、フランスが押し上げているもので、イタリアは、そもそも水準が低く、しかも2007年4～6月期をピークとする低下傾向が明確である（図表13）。財別には、資本財の稼働率は直近でも上昇が続き、1985年の調査開始以来の高水準に達しているが、中間財はピーク・アウトが明確になっている（図表14）。



（資料）欧州委員会



（資料）欧州委員会

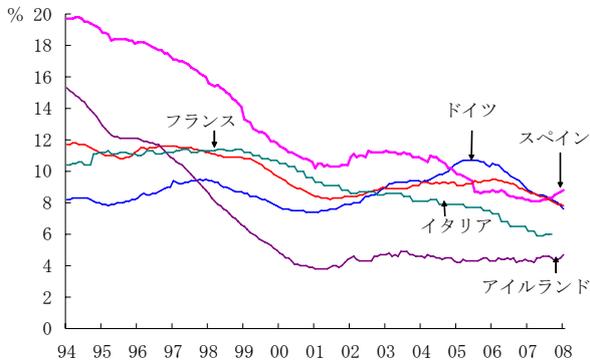
（ ばらつきの大きい家計、非製造業の景況感 ）

個人消費の決定要因となる雇用と消費者マインドの動きも国ごとのばらつきは大きい。

統計開始以来という低失業率を支えているのは、設備稼働率と同じように、ドイツとフランスの改善だ。逆に、90年代半ばから、高めの成長を続け、劇的な失業率の低下を実現してきたスペインやアイルランドの失業率は足もとでは上向きつつある（図表15）。

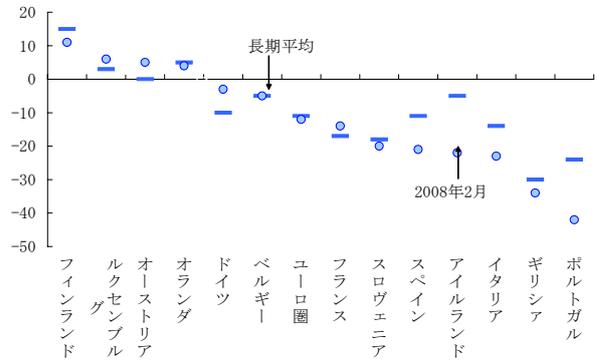
消費者信頼感指数で示される消費者マインドの水準にもばらつきがある。地理的に欧州大陸の南に位置する国々は低く、イタリアを除くコア国（欧州統合初期の段階からの参加国）は高めの水準にある。長期平均からの下方への乖離という点では、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアが大きい（図表16）。

図表 15 ユーロ圏主要国の失業率



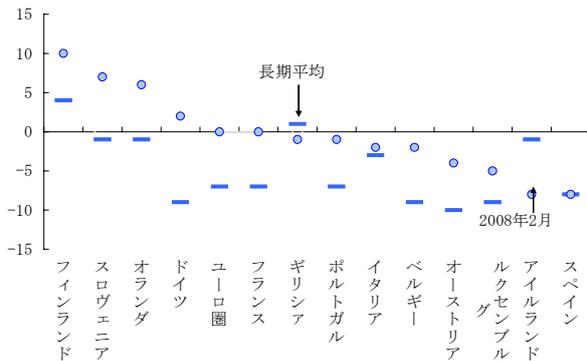
(資料) Eurostat

図表 16 ユーロ圏の国別消費者信頼感指数 (2008年2月と長期平均)



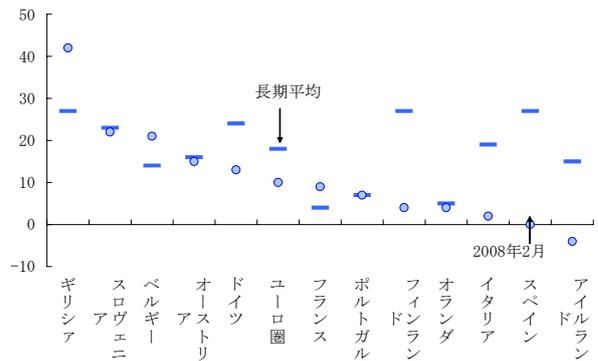
(注) 90年1月以降の平均、キプロス、マルタは除く (資料) 欧州委員会

図表 17 ユーロ圏企業景況感 (製造業) (2008年2月と長期平均)



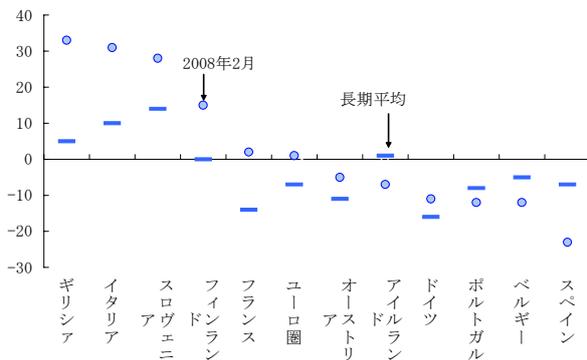
(注) 及び (資料) 図表 16 と同じ

図表 18 ユーロ圏企業景況感 (サービス業) (2008年2月と長期平均)



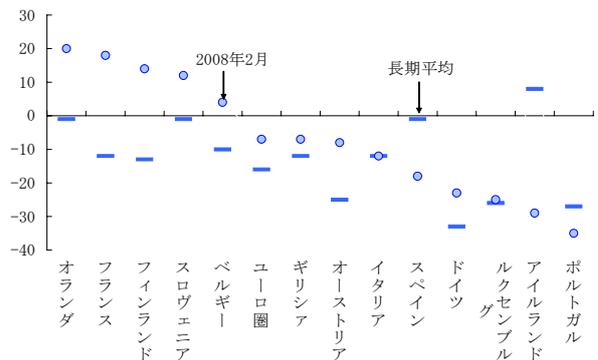
(注) 及び (資料) 図表 16 と同じ

図表 19 ユーロ圏企業景況感 (小売業) (2008年2月と長期平均)



(注) 及び (資料) 図表 16 と同じ

図表 20 ユーロ圏企業景況感 (建設業) (2008年2月と長期平均)



(注) 及び (資料) 図表 16 と同じ

消費者信頼感に見られる国ごとのばらつきは、製造業企業の景況感に見られるものよりも大きい (図表 17)。また、サービス業、小売業、建設業といった非製造業企業に見られるばらつきも、製造業企業に比べて大きい (図表 18、図表 19、図表 20)。これらは、貿易を通じて域

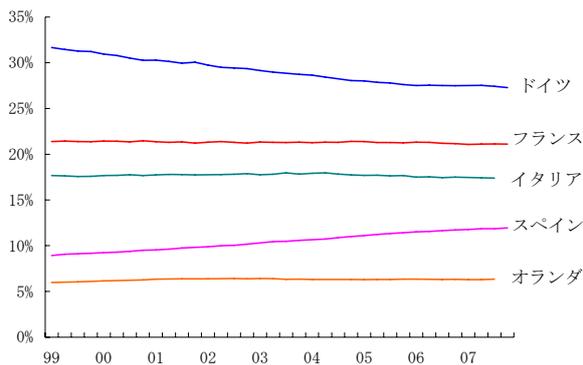
内のみでなく、グローバルなレベルでも統合が進んでいる財市場に比べて、労働市場やサービス市場は、ユーロ圏内でも統合の度合いが低く、景況格差が開きやすく、縮小しにくいことの表れと言えよう。

( 低下が見込まれるスペインの景気牽引力 )

ユーロ圏各国の製造業、非製造業の景況感を比較して見ると、ユーロ導入以来、金利低下、投資資金の流入に後押しされて高めの成長を続け、ユーロ圏内での比重を高めてきた(図表21)スペインの足もとの水準の相対的な低さと、長期平均からの下方への乖離が目立つ。

スペインの景況悪化の背景には、2005年12月～2007年6月までのECBの利上げもあり住宅価格の伸びが鈍化(図表22)、建設投資の拡大と個人消費を両輪とする高成長の持続が難しくなっていることがある。スペインでは、建設・不動産業が、雇用吸収の面でも大きな役割を果たしてきたが、住宅ブームの終焉とともに雇用の伸びも低下している(図表23)。サーベイ調査では、建設業の雇用意欲の大幅な低下が示されており、雇用は減少に転じる可能性もある。

図表21 ユーロ圏上位5カ国が  
名目GDPに占めるウェイト



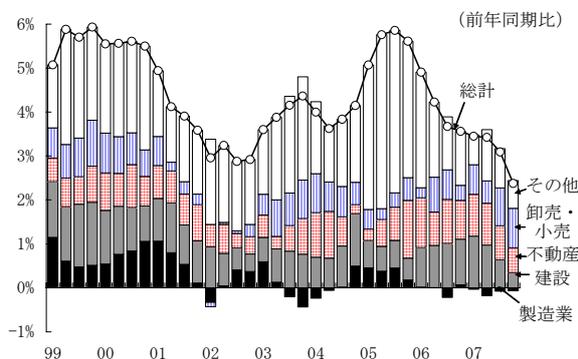
(注) Eurostat

図表22 スペインの住宅価格上昇率



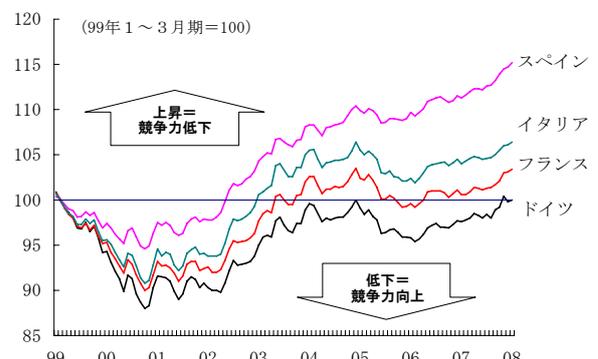
(注) Eurostat

図表23 スペインの業種別雇用増減



(注) Eurostat

図表24 ユーロ圏主要国の対外競争力指数



(注) ECB

スペイン経済の悩みは住宅市場からの調整圧力ばかりではない。相対的に高い賃金・物価の上昇が続いたことで、域内外での競争力が大きく低下しているため(図表24)、世界景気の減速

とユーロ高に弱い。2006年以降、スペインの製造業の雇用が減少に転じているのは、こうした対外的な競争力の低下の反映である。

ITバブル崩壊後、ドイツやイタリアは、数期にわたりマイナス成長に陥ったが、スペインがフランスとともに住宅ブームを背景とする個人消費の拡大で成長を続けたことで、ユーロ圏全体のマイナス成長は2003年4～6月期の1期に留まった。

しかし、足もとでは、スペインは住宅ブームの終焉と対外競争力の低下で減速色を強めている。対するドイツは、世界景気の減速やユーロ高からの圧力を受けながらも、賃金抑制を通じて対外的な競争力を高めていることもあり、雇用・所得の伸びが続いている。ユーロ圏内の景気格差の構図は、2003年時点とは逆転している。

( スペインには財政面からの対応の余地 )

スペイン経済の成長鈍化はユーロ圏の不安材料ではあり、他にもアイルランドやフランスなど住宅市場からの調整圧力が懸念される国はある。しかし、住宅価格の割高感の度合いや、市場の構造は様々であり、住宅ローン市場も国ごとに分断されているため、住宅市場の調整が、域内共通の景気下押し要因となることは考え難い。

住宅価格の割高感と住宅投資調整からのリスクが最も警戒されるスペインの場合、財政収支が名目GDP比1.8%の黒字、政府債務残高は同39.7%、アイルランドは同2.9%、同25.1%となっている。ユーロ圏の全体の財政赤字同マイナス1.5%、政府債務残高68.6%と比べて健全である(いずれも2006年実績)。ユーロ圏では金融政策が一本化されているため、各国固有の事情による景気の減速にきめ細かく対応することはできないが、スペインやアイルランドに限れば、財政面からの対応で調整の圧力を緩和する余地は比較的大きいと考えられよう。

## ●2008年の成長率は1.7%に減速、2009年の回復も緩慢

( ユーロ圏の景気は緩やかな減速が続く、物価の上振れ幅は2008年後半に徐々に縮小 )

2008年のユーロ圏は、年前半の米国の景気後退の影響と、2005年12月～2007年6月までの利上げや、金融市場の不安感、ユーロ高の影響などで、輸出と設備投資の伸びは鈍化が見込まれる。但し、設備や雇用は国・業種によって、なおタイトな状況が続いており、ユーロ圏の調整が、ITバブル崩壊後のように深く、長期化するリスクは小さいと考えている

個人消費は、ドイツ、フランスなどの雇用・所得の伸びが下支えとなるものの、食品・エネルギー価格の上昇による実質可処分所得の伸びを抑えることや、個人消費の旺盛な伸びが続いたスペイン経済の減速で、全体としては拡大するが、力強さを欠くことになりそうだ。

2008年の成長率は2007年の前年比2.6%から同1.7%に減速、2009年の回復テンポも緩やかで、通年の成長率は2%を下回るだろう。2009年には世界経済の先行き不透明感の緩和が期待されるが、米国経済の回復が緩やかなこと、ユーロ圏の利下げ転換の時期は遅く、かつ、合計50bpに留まることから、景気刺激の効果も大きくないと考えられるからである。

成長率の見通しには、下振れのリスクが高い。米国の金融混乱、景気の後退が想定されている

以上に厳しいものとなる場合や、国際商品の価格上昇ペースが加速、あるいは長期化すれば、ユーロ圏経済の動きはより不安定なものとなろう。

( C P I 上昇率はユーロ導入以来の最高水準に達する見込み )

足もとのC P I を大きな押し上げ要因となっている原油価格は、メイン・シナリオでは、高値が続くものの、10～12月期には前年比での上昇率が縮小すると想定している。

それでも、ユーロ圏の通年のC P I 上昇率は前年比 2.7%と 99年のユーロ導入以来、最も高い水準となるだろう。足もとの物価上昇の二次的影響を完全に抑え込むことは難しくなっており、2009年も2%台の推移が続こう。

( E C B は年後半に利下げ転換、据え置き継続を余儀なくされるリスクも )

E C B は、2007年6月の利上げを最後に政策金利の据え置きを継続してきたが、今年2月には政策スタンスを中立化、3月の政策理事会後の記者会見では「市場の利下げ期待を追認はしない (We are not underwriting the present future market interest rates)」と述べるなど、政策の自由度を確保している。

今回の見通しでは、E C B の利下げ転換の時期は7～9月期以降とした。4～6月期の段階では、国際商品価格の高値更新、タイトな雇用情勢の下でのドイツの賃金交渉の高めの妥結の動き、流動性指標の上振れなどからくるインフレ圧力への警戒を解くことは難しいと考えている。

7～9月期には、国際商品価格の騰勢の緩和、流動性指標のピーク・アウト、ユーロ圏の景気減速による内生的インフレ圧力の沈静化を確認した上で利下げに動くと考えているが、リスク・シナリオとしては、景気減速とインフレの同時進行で身動きのとれない状態が長期化することも想定される。

対ドルで最高値を更新したユーロ相場は、米国の利下げにより金利差が拡大するため、今しばらくはドルに対する強含みが続きそうだ。しかし、年半ば以降、金融・財政面での対応を講じた米国に対してユーロ圏の景気回復の緩慢さが目立ってくることで、金利差が縮小に転じることで、徐々に修正が加わると思われる。

## 2. イギリス

### ●過去の利上げと金融不安、欧米の景気減速の影響により成長は鈍化

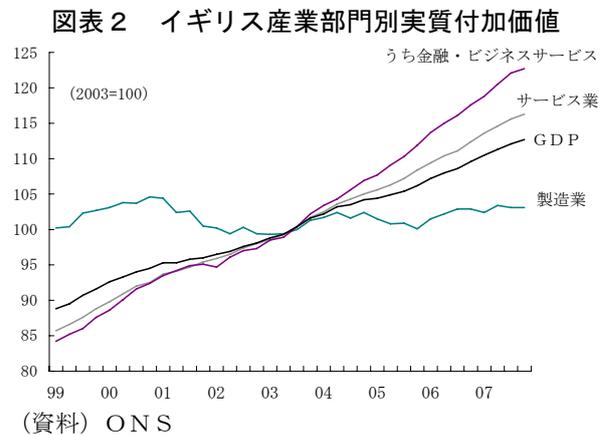
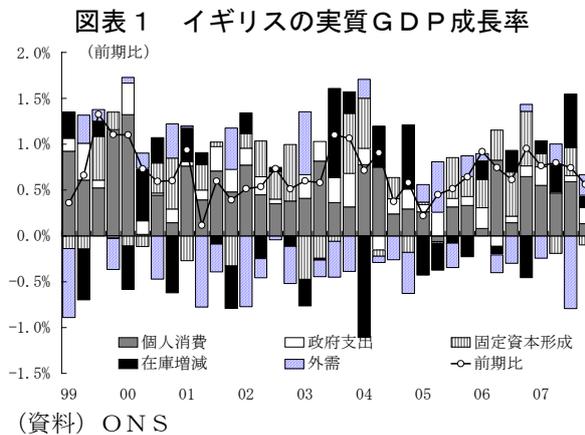
( 広がった金融不安と住宅市場調整への警戒感 )

イギリスでは、米国のサブプライム問題が広がった後の内外の経済・金融環境の変化により、景気の先行きに対する懸念が広がった。産業・雇用構造に占める金融業のウェイトが高く、住宅価格の動きが個人消費に及ぼす影響が大きいと考えられることが理由である。しかし、建築規制や土地面積の制約などから住宅投資の過熱は抑えられてきたため、住宅投資の減少が、景気を下押しする懸念は相対的に小さいと見られており、米国のような深刻な調整には至らないと見られている。

( 10~12月期は0.6%成長を確保するが、内容には弱さ )

10~12月期のGDP成長率は前期比0.6%と7~9月期に続き前期を下回ったが、戦後の平均水準に留まった。しかし、内需の寄与は大きく縮小、外需の寄与度の拡大も、輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回ったことによるものであった(図表1)。

個人消費の伸びは7~9月期の前期比0.9%から0.2%に大きく鈍化、固定資本形成は前期比マイナス0.5%となった。10~12月期の投資の減少自体は、7~9月期の急増の反動もあるため過大評価すべきではないが、2005年以降の成長加速を牽引した非製造業の投資は、成長鈍化(図表2)と銀行の融資スタンスの厳格化、コストの引上げの影響によって下振れし易くなっており、先行きは楽観できない。



( 住宅関連の指標は弱いが、調整の加速は回避 )

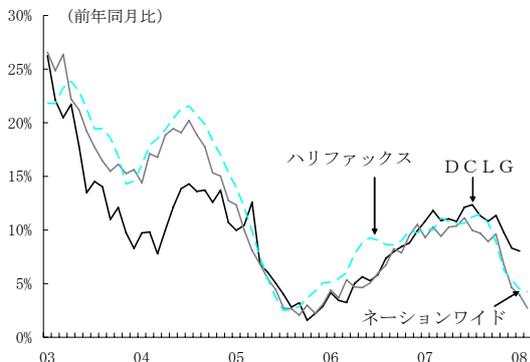
イギリスの住宅価格の動きが個人消費に及ぼす影響が大きいと考えられるのは、住宅価格の値上がりによる担保価値の高まりに応じて借入を増やし、一部を消費に向けるというローン(Mortgage Equity Withdrawal)が定着しているからだ。

主要な住宅価格の伸び率は、2007年半ばをピークとする鈍化傾向が続いており(図表3)、直近の水準は、ハリファクス指数で1.5%、ネーションワイド指数で2.1%、ピークを下回っている。

ただ、住宅ローンの承認件数、金額は、ノーザンロックの取り付け騒ぎで、金融混乱が広がった9月から10月にかけての落ち込みの後、持ち直している（図表4）。

イングランド銀行（以下、BOE）は、昨年12月と今年2月の合計2回、50bpの利下げを行っており、住宅市場の調整緩和の効果が期待される。しかし、昨年11月～12月に行われた銀行を対象とするサーベイでは、住宅ローンの貸出条件厳格化の方向が確認されており、利下げが期待通りの効果をもたらすかは不確かだ（図表5）。3月初ままでに揃った大手銀行の2007決算ではサブプライム関連の損失を計上しながらも各行とも増配を維持したが、今後も追加損失を計上する可能性はあり、金融不安の火種は燻っている。

図表3 イギリスの住宅価格指数



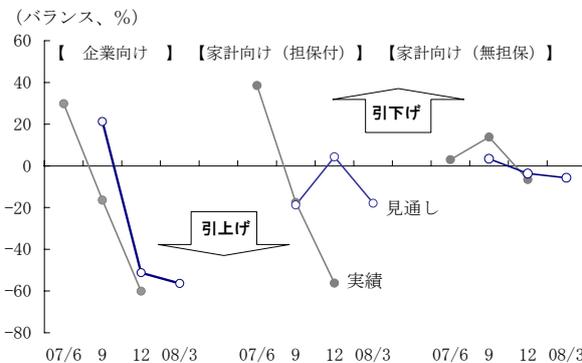
(資料) ハリファックス、ネーションワイド、DCLG

図表4 住宅ローン承認金額



(資料) ONS

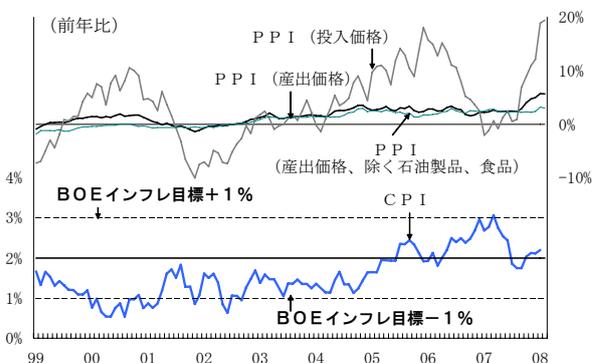
図表5 イギリスの銀行の貸出条件の変化



(注) 調査実施は07/6は5月21日～6月14日、07/9は8月20日～9月13日、07/12は11月19日～12月12日、'08/3は'07/12時点での見通し

(資料) BOE

図表6 イギリスの物価



(資料) ONS

### ●2008年は1.9%成長に減速、2009年は2.2%回復

( 長期平均を下回る水準に景気は減速、BOEは年内2回の追加利下げを実施 )

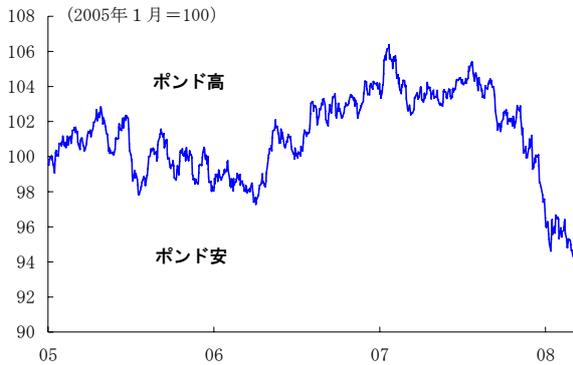
2008年のイギリス経済の成長率は1.9%と長期平均を下回る水準に低下する見込みである。過去の利上げと金融不安の影響から住宅市場の調整が持続、欧米の景気減速もあり、投資と消費の伸びが抑えられよう。

BOEは、2月の「インフレ報告」で、リスクは「景気は下振れ、物価はバランス」として追加利下げの意向を示しているが、インフレへの警戒感から、連続利下げや大幅利下げには慎重な立場を採っている。足もとの消費者物価上昇率は目標の2%を超える2.2%となっている(図表6)。物価は、エネルギー価格や食品価格の上昇とポンド安による輸入インフレ圧力の強まりで、4～6月期には一層上振れる見通しだ。インフレ・ターゲット制を採用しているBOEにとって、BOE/GfK NOPのインフレ・サーベイで、2月にはインフレ期待が3.3%まで上昇したことも、利下げの余地を狭める材料だ。個人消費の先行きには不安はあるものの、住宅市場の調整による下押し圧力の反面で、雇用指標の改善(図表8)による下支えは続いている。金融混乱の再燃、住宅市場の調整加速、雇用の軟化といった明確な材料が出てこない限り、連続利下げや大幅利下げには動かないだろう。

今回の予測では、BOEは、次回5月の「インフレ報告」での成長と物価見通しの修正を経て、5月と7～9月の合計2回、追加利下げに動くとした。

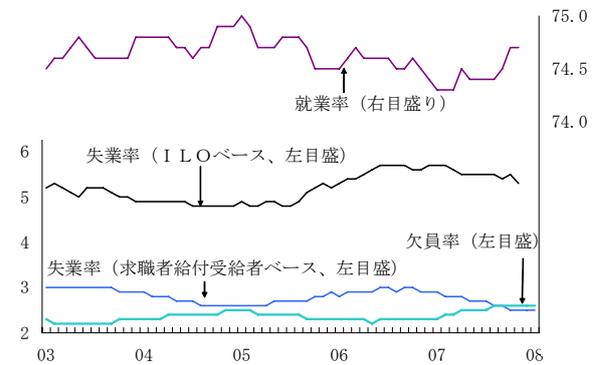
2009年は利下げ効果が期待される一方、金融混乱の影響は緩和することで回復に向かうが、欧米の景気回復テンポが緩やかにとどまることで、年間の成長率は2.2%と低めの水準に留まるだろう。

図表7 ポンドの実効為替相場



(資料) BOE

図表8 イギリスの雇用関連指標



(資料) ONS

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)